

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE – UNESC**

**CURSO DE ECONOMIA**

**TULIO BECKER GUIMARÃES**

**REAÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO APÓS IMPEACHMENT DE DILMA ROUSSEF:  
UM ESTUDO DE EVENTO PARA AS EMPRESAS ESTATAIS**

**CRICIÚMA - SC**

**2016**

**TULIO BECKER GUIMARÃES**

**REAÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO APÓS IMPEACHMENT DE DILMA  
ROUSSEF: UM ESTUDO DE EVENTO PARA AS EMPRESAS ESTATAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado  
para obtenção do grau de bacharel no curso de  
Economia da Universidade do Extremo Sul  
Catarinense, UNESC.

Orientador(a): Prof. Dr. Silvio Parodi Oliveira  
Camilo

**CRICIÚMA**

**2016**

**TULIO BECKER GUIMARÃES**

**REAÇÕES DO MERCADO DE AÇÕES APÓS PEDIDO DE IMPEACHMENT DE DILMA  
ROUSSEF: UM ESTUDO DE EVENTO PARA AS EMPRESAS ESTATAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado pela  
Banca Examinadora para obtenção do Grau de  
bacharel, no Curso de Economia da Universidade  
do Extremo Sul Catarinense, UNESC, com Linha de  
Pesquisa em Mercado de Capitais

Criciúma, 08 de dezembro de 2016.

**BANCA EXAMINADORA**

Prof. Silvio Parodi Oliveira Camilo - Doutor - (UNESC) - Orientador

Prof. Thiago Rocha Fabris -Mestre - (UNESC)

Prof. Joelcy José Sá Lazarini - Especialista - (UNESC)

**A Pedro Manoel Guimarães, sempre presente  
em minha vida, e a Ivonete Becker Guimarães, a  
melhor mãe do mundo.**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a meu pai Pedro, por todo o esforço e dedicação para sempre me proporcionar a melhor educação possível e por todo o amor e carinho que me passou durante o tempo que comigo esteve. Agradeço também a minha mãe Ivonete, por ser a mulher mais forte que já conheci e que nos últimos anos soube ser mãe e pai com excelência. Também aos meus irmãos Diego e Moisés por estarem sempre junto de mim, exercendo papéis muito maiores que de irmãos e tenho a certeza de que não chegaria até aqui sem eles. Estendo este agradecimento a todos meus familiares que sempre me ajudaram e me amaram como a minha vó Cila sempre tão preocupada comigo, e minha namorada Eduani sempre me apoiando e ajudando.

Um muito obrigado a todos os meus amigos, que acabam sendo uma segunda família. Um agradecimento especial a todas as pessoas da ONG Médicos de Alma, que trouxeram um significado diferente para minha existência, me fazendo ver a vida sob uma perspectiva diferente e enfrentar as dificuldades de uma maneira muito mais fácil.

Agradeço aos professores que fizeram parte desta etapa da minha vida, em especial ao Silvio Parodi e Thiago Fabris.

Obrigado a Deus, por me dar a vida, pelas oportunidades e por todas estas pessoas que ele colocou em meu caminho.

**“Aqueles que se sentem satisfeitos sentam-se e nada fazem. Os insatisfeitos são os únicos benfeitores do mundo.”**

**Walter S. Landor**

## RESUMO

Em 2016 o Brasil passou por um evento político marcante para a sua história, a cassação do mandato da Presidente Dilma Rousseff. Desde 2013 o Brasil vinha enfrentando um momento de crise política e instabilidade econômica, fatores que estavam sendo refletidos dentro do mercado financeiro. O mercado de ações é muito influenciado pelas tomadas de decisões por parte do governo, desta forma no início de 2016 o índice Ibovespa atuava próximo aos 38 mil pontos. Devido a esta sensibilidade do mercado, e as decisões e acontecimentos políticos, este estudo buscou verificar o comportamento das empresas estatais diante do processo de impeachment, observando se houveram retornos anormais positivos nas ações destas empresas. Através de um estudo de eventos, foram analisadas 16 ações, sendo as estatais com maior volume de negociação, e utilizadas janelas de 0; 1;3; 5 e 10 dias antes e após os eventos. Foram selecionados três eventos, sendo votação na Câmara dos Deputados, votação no Senado e votação pela cassação também no Senado. Como resultado verificou-se que a maioria dos retornos anormais foram positivos, principalmente no segundo evento, e o ultimo evento foi o que contou com um maior número de retornos negativos. Por fim verificou-se uma boa aceitação do mercado para o impeachment, onde o Ibovespa superou os 60 mil pontos, os empresários e investidores estão retomando confiança no país o que abre espaço para um maior crescimento da bolsa. Porém não se pode afirmar que somente este evento foi responsável por isso, já que o próprio mercado possui suas imperfeições e os investidores são humanos suscetíveis a erros e emoções.

**Palavras-chave:** Estudo de evento. Impeachment. Eficiência de mercado. Empresas estatais.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Datas de votação do impeachment.....	27
Tabela 2: CAR para data 17/04/2016.....	30
Tabela 3: CAR para data 12/05/2016.....	31
Tabela 4: CAR para 31/08/2016.....	33
Tabela 5: Valores de $\alpha$ e $\beta$ .....	34



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Valor das ações setor bancário estatal.....	35
Gráfico 2: Valor das ações setor petrolífero estatal.....	36
Gráfico 3: Valor das ações setor energético estatal.....	36
Gráfico 4: Valor das ações setor de saneamento estatal.....	37

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	<i>American Depositary Receipts</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento econômico e social
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
Bovespa	Bolsa de Valores São Paulo
FGTS	Fundo de garantia do tempo de serviço
IFRS	<i>International financial reporting standards</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
ISD	Índice de Social <i>Disclosure</i>
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
PSI	Programa de sustentação do investimento

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>13</b>
2.1 HIPÓTESES DE EFICIÊNCIA DE MERCADO.....	13
2.2 ESTUDO DE EVENTO .....	16
2.3 PEDIDO DE IMPEACHMENT .....	18
2.4 EVIDÊNCIA EMPÍRICA .....	22
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>26</b>
3.1 PARÂMETROS ADOTADOS.....	27
3.2 PROCEDIMENTOS DE ESTIMATIVA .....	28
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>30</b>
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>39</b>
<b>6 REFERÊNCIAS .....</b>	<b>41</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>44</b>

## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Bernardo (2011), o mercado de ações tem uma função importante no desenvolvimento da sociedade, realizando a intermediação entre investidores e poupadores. Para Brighman e Gapenski (1994 apud BERNARDO, 2011) uma economia saudável depende do quão eficiente são as transferências de fundos poupadores para os indivíduos que precisam de recursos.

Por meio do mercado de ações é possível saber o valor pelo qual os investidores avaliam uma empresa, ou seja, os participantes estão avaliando constantemente a maneira como os gestores comandam a empresa (BERNARDO, 2011).

Todo esse mercado de ações é influenciado por decisões políticas e econômicas tomadas pelos governos, e especialmente neste ano de 2016, o mercado de ações brasileiro foi bastante influenciado por um evento em específico, a abertura do processo de impeachment de Dilma Rousseff.

Para avaliar o impacto que isso causa no mercado utiliza-se a metodologia do Estudo de Eventos, que visa, a partir da hipótese de que mercados sejam eficientes, mensurar a consequência de um acontecimento específico no valor da empresa. Estudo de evento vem sendo amplamente abordado dentro da área de finanças, contabilidade e economia. Estudar o resultado de um evento como este pode vir a auxiliar investidores caso no futuro o país passe por outro processo semelhante.

Desta forma, o objetivo principal deste estudo é verificar a possibilidade de haver retornos anormais positivos nas ações de empresas estatais no período de votação do processo de impeachment da presidente, onde a comprovação da existência de retornos anormais traria a possibilidade de ineficiência do mercado.

Já o objetivo específico é examinar como investidores em empresas estatais brasileiras reagem a um processo de pedido de impeachment, onde a reação é medida pela alteração nos preços das respectivas ações. Dessa forma, pretende-se avaliar qual o impacto do processo de impeachment perante o valor das ações de empresas estatais listadas na Bovespa, se estas apresentaram retornos anormais positivos ou negativos.

No Brasil o mercado de ações é pouco expressivo, principalmente quando comparado a países como os Estados Unidos. O conhecimento e proximidade com mecanismos de decisão de investimentos ainda é reduzido. Desta forma um trabalho que investigue o comportamento do mercado brasileiro quanto às decisões de investimento diante de um evento político de tamanha proporção, tende a ser de interesse dos participantes do mercado.

O presente estudo visa identificar o comportamento do mercado acionário das empresas estatais brasileiras, diante do pedido de impeachment do Presidente da República. Existe a possibilidade de haver retornos anormais bem como alguma alteração no valor das empresas nos dias próximos as votações e definição do processo de impeachment?

O trabalho está dividido da seguinte maneira: primeiramente uma fundamentação sobre hipótese de eficiência de mercado, seguida de uma explicação sobre estudo de evento, um detalhamento sobre o processo de impeachment e finalizando a parte da fundamentação com estudos empíricos. Posteriormente serão apresentados os procedimentos metodológicos, seguido dos resultados e discussões, finalizando com a conclusão sobre os resultados apresentados.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo serão descritas hipóteses de eficiência de mercado, bem como uma definição sobre estudo de evento, descrevendo então todo o processo de impeachment de Dilma Rousseff, desde o pedido formulado por Hélio Pereira Bicudo, Janaina Conceição Paschoal e Miguel Reale Junior, bem como as votações tanto dos deputados quanto senadores. Além disso este capítulo traz evidências empíricas sobre o tema.

### 2.1 HIPÓTESES DE EFICIÊNCIA DE MERCADO

Fama (1970 apud SILVA e FAMÁ, 2011) diz que um mercado é eficiente quando os preços de uma ação sempre refletem as informações disponíveis. O autor definiu três níveis de eficiência, de acordo com a natureza das informações disponíveis:

- Eficiência na forma fraca – abrange todas as informações sobre os preços históricos dos ativos. Ou seja, um investidor não consegue ganhos anormais mediante técnicas de negociação que se baseiam no histórico de preço das ações. Desta maneira a análise técnica estaria fadada a ser ineficaz;
- Eficiência na forma semiforte – incorpora as informações públicas disponíveis sobre o ativo, como relatórios anuais, demonstrações contábeis, notícias, entre outros. Onde investidores mais qualificados possuem uma maior capacidade de obter resultados positivos em um investimento dentro do mercado acionário;
- Eficiência na forma forte – Além das informações públicas, incorpora também o acesso de grupos seletos de investidores às informações privilegiadas. Observa-se que na realidade é praticamente impossível que agentes com acesso a informações restritas não as utilizem para obtenção de ganho. Estas práticas, quando confirmadas, são punidas pelas autoridades, visando assim à proteção do mercado.

Para Fama (1976 apud BERNARDO, 2011), mercado de capitais eficiente é aquele que demonstra eficiência no processo de informações. Onde o preço das ações está de acordo com a avaliação das informações disponíveis no momento. A teoria de mercado eficiente é baseada na hipótese de que os preços das ações são baseados em interesses pessoais de agentes racionais (BERNARDO, 2011).

Assaf Neto (2015) afirma que se tratando de um mercado financeiro eficiente, o valor de um ativo reflete o consenso dos participantes em relação ao que se esperava deste ativo. De acordo com o autor, o preço do ativo é formado por meio de diversas informações disponibilizadas aos investidores, que auxiliam nas decisões de compra e venda. Segundo o autor os preços acabam sendo sensíveis às novas informações introduzidas, seja pelo ambiente, pelo comportamento do mercado ou da própria emissora do título. Isso faz com que projeções relacionadas a cenários futuros devam levar em conta informações esperadas, e não somente se basear no passado. Em um mercado eficiente, um investidor não conseguiria identificar ativos nos quais o preço estivesse em desequilíbrio. Por fim, Assaf Neto (2015) explica o mercado eficiente pode ser caracterizado pelas seguintes hipóteses:

- Um participante é incapaz de sozinho influenciar os preços de negociações, não conseguindo alterá-los de acordo com suas expectativas;
- De maneira geral o mercado é constituído de investidores racionais, que buscam alternativas para promover o maior retorno possível para determinado risco ou menor risco para um retorno não tão alto;
- Todos os participantes têm acesso à informação de forma gratuita e instantânea. No mercado eficiente nenhum investidor tem acesso à informação privilegiada;
- Dentro do mercado eficiente existe a hipótese da não existência do racionamento de capital, desta maneira todos os indivíduos possuem o mesmo acesso às fontes de crédito;
- Os ativos objetos do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições;
- As expectativas dos investidores apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

Hendriksen e Van Breda (1999) resumem as condições para mercado eficiente em: mercado sem custo de transação, mesma informação a todos os participantes e expectativa homogêneas em relação às informações. Sendo assim, é preciso que a informação disponível se incorpore aos preços dos títulos de forma imediata.

Para Dyckman e Morse (1990 apud ASSAF NETO, 2015), o mercado acionário é o mais eficiente entre a maioria dos mercados, pois se este não se comportar como eficiente, muito provavelmente os outros também não se comportariam. De acordo com os autores, a eficiência do mercado de ações é determinada pelas seguintes características:

- Rápida velocidade com que as ordens tanto de compra como de venda são executadas dentro do ambiente organizado destes mercados;
- Alto número de participantes envolvidos com ações;
- Grande disseminação de informações das empresas, o que permite um ajuste mais rápido dos valores de mercados das ações.

Segundo os autores, quando é feito um estudo sobre avaliação de investimento e risco, é comum que os vários modelos sejam construídos e discutidos a partir da hipótese de mercado eficiente, assim facilitando a realização dos testes empíricos dos modelos, avaliando seus resultados quando aplicados a uma situação prática.

Ainda de acordo com Dyckman e Morse (1990 apud ASSAF NETO, 2015) em uma próxima etapa é comum que o modelo de mercado perfeito seja abandonado, para que o modelo sugerido possa refletir a realidade deste mercado.

Os autores mostram que entre os aspectos de imperfeição de mercado em que os modelos financeiros precisam ser testados estão:

- Inexistência de homogeneidade nas estimativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado. Na realidade observa-se que muitas vezes as informações não estão dispostas igualmente aos investidores, bem como não possuem acesso instantâneo;
- O mercado não é composto somente por investidores racionais. Vários participantes possuem menos habilidades e conhecimentos a respeito do



mercado, e cometem erros que refletem sobre todo o mercado. Por consequência é possível observar preços inadequados para alguns ativos;

- O mercado sofre influências políticas e econômicas adotadas pelo governo, sendo em grande parte oriundas de taxações das operações e restrições monetárias adotadas.

Desta maneira os investidores buscam tirar proveito econômico dos desvios temporários dos preços dos ativos, com a expectativa que estes voltem ao seu preço de equilíbrio.

## 2.2 ESTUDO DE EVENTO

MackKinlay (1997, apud LIMA et al, 2013) diz que quem idealizou o método de estudos de eventos foi James Clay Dolley, com o trabalho “*Characteristics and Procedure os Common Stock Split-Ups*” publicado em 1933.

Para MacKinlay (1997, apud SILVA e FAMÁ, 2011), estudo de evento busca ver qual o impacto de um evento sobre o valor de uma companhia, isso por intermédio de dados disponíveis no mercado. Segundo o autor, devido à racionalidade do mercado, os efeitos causados por um evento não são sentidos imediatamente no preço das ações. Assim é possível medir o impacto gerado pelo evento observando o comportamento das ações em um espaço relativamente curto, necessário para que o mercado analise o acontecimento e tome as decisões. Para Silva e Famá (2011), um estudo de evento consegue avaliar o comportamento das ações após certo evento, isso por meio da hipótese de mercado eficiente. De acordo com Bergmann et al. (2015), um estudo de evento tem por objetivo estudar e compreender o efeito que um evento específico gera em uma variável qualquer.

Kloecner (1995) afirma que este método justifica-se na anormalidade do retorno das ações em datas próximas ao anúncio do evento, onde a anormalidade é um desvio dos retornos das ações *ex ante*, não condicionadas ao evento.

Segundo Sanvicente (1996) a metodologia estudo de evento tem por objetivo calcular, dentro de um período de tempo, o comportamento, da diferença

entre a taxa de retorno realmente observada, para uma ação, e a taxa que teria sido normal caso não ocorresse o evento.

Lamounier e Nogueira (2005) afirmam que mediante um estudo de evento é possível identificar qual a repercussão causada por uma informação específica, assim que divulgada, nos preços dos ativos de uma empresa.

Para Dias (2007) na área de finanças e economia a metodologia de estudo de eventos, pode ser aplicada em diversos eventos como: fusões e aquisições, anúncios de dividendos, *Initial Public Offering* (IPO), e anúncios de variáveis econômicas. Para o autor o estudo consiste em analisar o efeito da divulgação de informações específicas e geralmente inesperadas das firmas sobre o preço de suas ações.

Camargos e Barbosa (2010) afirmam que um estudo de evento é um método onde se utiliza de um modelo de geração de retorno acionário considerado padrão, ou seja, este seria o retorno que uma ação teria caso não ocorresse determinado evento. Onde posteriormente calcula-se a diferença entre o retorno esperado e o retorno observado, para assim identificar o comportamento anormal. Os autores ainda destacam a atenção que se deve ter com a análise da extensão com que o desempenho dos preços de títulos ao redor do evento têm sido anormal.

De acordo com Lima et al. (2013) estudos de evento tem a finalidade de observar se determinado acontecimento dentro do mercado, causa mudanças concretas nos preços das ações, buscando encontrar retornos anormais junto a data do evento.

Para Bergmann et al. (2015), um estudo de evento possui a hipótese de que exista um retorno anormal após algum acontecimento. Já Batistella et al. (2004), afirmam que a hipótese de eficiência de mercado é o pilar central para um estudo de evento, já que o efeito de um evento é sentido de maneira quase imediata nas ações. Hendriksen e Van Breda (1999) dizem o seguinte a respeito de informação: é necessária para que os investidores individuais montem carteiras que reflitam suas próprias referências[...].

Mesmo bastante utilizada a metodologia de estudo de eventos sofre crítica de alguns autores. McWilliams e Siegel (1997, apud DIAS, 2007) pontuam

alguns problemas como: a base da metodologia é a premissa da validade da teoria de eficiência do mercado, onde entra o fator de que o evento não foi previamente anunciado ao mercado antes de acontecer. Outro fato que os autores criticam é a dificuldade em tratar e realizar grandes testes em amostras pequenas, que são as mais usadas em estudos de eventos. Por fim destacam o fato de que pode haver outros eventos em data próxima ao evento estudado e que podem interferir nos resultados

## 2.3 PEDIDO DE IMPEACHMENT

Em 2014 ocorreram eleições para presidente do Brasil, onde Dilma Roussef foi eleita para seu segundo mandato com 51,64% dos votos, derrotando o candidato Aécio Neves que obteve 48,36% dos votos. Porém nos estados das regiões Sul, Sudeste e Centro Oeste a maioria da população votou em Aécio Neves, mostrando o descontentamento da população desta região com o atual governo. Dilma já começou o ano de 2016 com esta falta de aceitação por parte da população, juntando-se o fato de um agravamento na crise econômica do país e o surgimento de vários escândalos de corrupção praticados por pessoas ligadas ao governo. A união destes fatores fez com que a oposição, junto a um clamor de boa parte da sociedade bem como de grande parte do empresariado elaborasse um pedido de impeachment para Dilma Roussef.

Para esclarecer melhor o processo de impeachment contra Dilma Roussef, vale citar os artigos 85 e 86 da atual Constituição da República Federativa do Brasil:

Art. 85. São crimes de responsabilidade os atos do Presidente da República que atentem contra a Constituição Federal e, especialmente, contra:

I - a existência da União;

II - o livre exercício do Poder Legislativo, do Poder Judiciário, do Ministério Público e dos Poderes constitucionais das unidades da Federação;

III - o exercício dos direitos políticos, individuais e sociais;

IV - a segurança interna do País;

V - a probidade na administração;

VI - a lei orçamentária;

VII - o cumprimento das leis e das decisões judiciais.

Parágrafo único. Esses crimes serão definidos em lei especial, que estabelecerá as normas de processo e julgamento.

Art. 86. Admitida a acusação contra o Presidente da República, por dois terços da Câmara dos Deputados, será ele submetido a julgamento perante o Supremo Tribunal Federal, nas infrações penais comuns, ou perante o Senado Federal, nos crimes de responsabilidade.

§ 1º - O Presidente ficará suspenso de suas funções:

I - nas infrações penais comuns, se recebida a denúncia ou queixa-crime pelo Supremo Tribunal Federal;

II - nos crimes de responsabilidade, após a instauração do processo pelo Senado Federal.

§ 2º - Se, decorrido o prazo de cento e oitenta dias, o julgamento não estiver concluído, cessará o afastamento do Presidente, sem prejuízo do regular prosseguimento do processo.

§ 3º - Enquanto não sobrevier sentença condenatória, nas infrações comuns, o Presidente da República não estará sujeito a prisão.

§ 4º - O Presidente da República, na vigência de seu mandato, não pode ser responsabilizado por atos estranhos ao exercício de suas funções.

Embasados nestes artigos, Hélio Pereira Bicudo, Janaina Conceição Paschoal e Miguel Reale Junior entregaram a Eduardo Cunha, então presidente da Câmara dos Deputados, o pedido de abertura de processo de impeachment contra Dilma Roussef. Solicitação esta autorizada por Cunha no dia 2 de dezembro de 2015.

Neste documento os autores citam práticas ilegais de desinformações contábeis e fiscais, as chamadas pedaladas fiscais, que acabaram levando à abertura do processo de impeachment. Dentre elas pode-se destacar:

- Não registro no rol dos passivos da União na Dívida Líquida do Setor Público valores devidos pela união ao Banco Central do Brasil relativos a equalização de juros e taxas de safra agrícola;
- Não registro no rol dos passivos da União na Dívida Líquida do Setor Público valores devidos pela união ao Banco do Brasil, relativos a créditos a receber do Tesouro Nacional em razão de títulos de créditos não contabilizados;
- Não registro no rol dos passivos da União na Dívida Líquida do Setor Público valores devidos pela união ao Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES), relativos a equalização de juros do Programa de Sustentação do Investimento (PSI);
- Não registro no rol dos passivos da União na Dívida Líquida do Setor Público valores devidos pela união ao Banco do Brasil, referentes a passivo da União junto ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) em razão do Programa Minha Casa Minha Vida;
- Incorreta apresentação dos cálculos do resultado primário das contas do Governo em decorrência de dispêndios ocorridos no âmbito do Bolsa Família, do Abono Salarial e do Seguro Desemprego, bem como os dispêndios relativos a equalização de taxa de juros da safra agrícola e créditos não lançados junto ao Banco do Brasil. Ainda essa incorreção também se revelou em razão do não lançamento da variação dos saldos da dívida da União junto ao FGTS relativos ao Programa Minha Casa Minha Vida e recursos não repassados pela União e que estão registrados em referido fundo junto à União bem como junto ao BNDES no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento;

- Realização de operações ilegais de crédito por meio da utilização de recursos da Caixa Econômica Federal para a realização de pagamentos de dispêndios de responsabilidade da União no âmbito do Programa Bolsa Família;
- Realização de operações ilegais de crédito por meio de utilização de recursos da Caixa Econômica Federal para a realização de pagamentos de dispêndios de responsabilidade da União no âmbito do Seguro Desemprego e do Abono Salarial;
- Realização de operações ilegais de crédito por meio de adiantamentos concedidos pelo FGTS ao Ministério das Cidades no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida, mediante Caixa Econômica Federal;
- Realização de operações ilegais de crédito por meio de utilização de recursos do BNDES no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI);
- Pagamentos de dívidas da União no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida sem a autorização em Lei Orçamentária Anual ou em Lei de Créditos Adicionais;
- Atrasos nos repasses de recursos aos Estados e Municípios em decorrência da exploração de gás, petróleo e recursos hídricos e nos repasses de recursos ao Instituto Nacional de Seguro Social.

Sendo assim Dilma Rousseff era acusada de atrasar repasse para bancos públicos a fim de cumprir metas da previsão orçamentária, e também de descumprir a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Após câmara aceitar o pedido, foi criada uma comissão com 66 deputados com um suplente cada. O grupo foi responsável por elaborar um parecer dando prosseguimento ou não do processo de impeachment.

A Câmara dos Deputados então aprovou com 367 a autorização para ter prosseguimento no Senado o processo de impeachment. A votação seguiu para o Senado que aprovou com 55 votos favoráveis o afastamento de Dilma durante o

prazo de 180 dias. Até que no dia 31 de agosto o Senado aprovou de fato o impeachment de Dilma, sendo afastada e condenada sob a acusação de ter cometido crimes de responsabilidade fiscal, porém sem ser punida com a inabilitação para funções públicas. Diante tal decisão o cargo de Presidente do Brasil foi delegado a Michel Temer que até então era o Vice Presidente.

## 2.4 EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Estudos de eventos é um tema que vem sendo amplamente abordado dentro da área de finanças, contabilidade, economia entre outros. Muitos dos trabalhos publicados fazem referência principalmente a aquisições e fusões, bem como mudança de nível dentro da governança corporativa.

Dentro da literatura brasileira, Batistella et al. (2004) avaliaram o retorno das ações de uma companhia onde houve a migração para o segmento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Para isso selecionaram 22 empresas, onde o resultado encontrado foi que provavelmente não ocorreu uma maior valorização das companhias que adotaram diferentes práticas de governança corporativa.

Terra e Lima (2006) investigam se a divulgação das informações mostradas nas demonstrações financeiras das empresas de capitais aberto com ações negociadas na Bovespa afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com boas práticas de governança corporativa. Foram analisadas 3.682 observações entre 1995 e 2002. Foi possível concluir que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas.

Patrocínio, Kayo e Kimura (2006) analisaram a relação entre intangibilidade e a criação de valor nos eventos de aquisição de empresas brasileira, verificando a influência do anúncio de aquisições sobre os retornos anormais acumulados das empresas adquirentes. Para o estudo os autores utilizaram uma amostra envolvendo empresas intangível-intensivas e outra amostra com empresas tangível-intensivas. Como resultado encontraram diferenças entre os retornos das

duas amostras, sendo retornos positivos para as empresas intangível-intensivas e negativos para as tangível-intensivas.

Dias (2007) estudou se a entrada de uma empresa na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) leva algum retorno ao acionista. Para isso o autor usou um período de -15 até 120 dias do anúncio, criando diversas janelas de evento. O autor comparou as empresas do ISE com o índice Ibovespa e também comparando empresas dentro da mesma classe setorial de acordo com a BOVESPA. Quando comparado com o índice de mercado, as empresas participantes do ISE, não demonstraram retornos anormais acumulados positivos. Já ao analisar as empresas de mesma classe setorial, as empresas participantes do ISE, conseguem retornos anormais acumulados estatisticamente significantes em janelas próximas a data do anúncio.

Michalischen (2008) elaborou um estudo de evento para analisar se a adesão voluntária a melhores práticas de governança corporativa seria valorizada pelo mercado em termos da valorização das ações destas empresas, aumento da demanda por ações e da aproximação das ações com e sem direito a voto. A autora encontrou um retorno anormal acumulado positivo no momento do anúncio da adesão, porém sem resultados significantes no momento da adesão. O volume negociado das ações das empresas foi de 29,4% no momento do anúncio, e no momento da migração foi de 41,2%.

Lima et al. (2008) verificaram se a informação fornecida ao mercado sobre a intenção de emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs) por empresas brasileiras, gera retornos anormais nos preços das ações dessas companhias, realizando a análise em 19 empresas. Concluíram que existe sim uma valorização nos preços das ações das empresas, mesmo este não sendo imediatamente ao evento.

Camargos e Barbosa (2010) observaram o impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) sobre o comportamento das ações no mercado, buscando identificar se ocorreram mudanças significativas no retorno acionário anormal e na liquidez. Os autores estudaram 49 empresas, sendo 32 com ações preferenciais e 17 ordinárias. Concluíram que a adesão ao NDGC não resultou na criação de riqueza para os acionistas no período analisado.



Considerando a liquidez da ação, esta aumentou principalmente se tratando de longo prazo.

Silva e Famá (2011) fizeram um estudo em cima dos retornos anormais nos processos de IPO, no mercado de capitais brasileiro. Para isso fizeram uso de 98 ações de um total de 106 IPOs que foram realizados entre 2004 e 2007 na Bolsa de Valores São Paulo (Bovespa). Foi possível identificar uma sobrevalorização nos preços das ações no primeiro dia de negociação, seguido de quedas significativas nos pregões seguintes, onde conseguiram identificar perdas relevantes no valor das carteiras.

Castro e Marques (2013) elaboraram um estudo a respeito da eficiência do mercado brasileiro e o impacto da divulgação das informações contábeis no preço dos papéis das empresas. Os autores utilizaram a técnica de estudo de evento, onde o acontecimento foi a divulgação das demonstrações contábeis de 42 firmas listadas no índice Bovespa, no período de 2007 a 2009. Foi possível observar que as demonstrações contábeis, em geral não afetaram significativamente o preço dos títulos, com exceção do ano de 2009, onde os autores encontraram efeito significativo nos retornos acumulados dos títulos após a publicação.

Bergman et al. (2015) fazem uma análise das reações do mercado acionário com o anúncio de fusões e aquisições no setor bancário do Brasil, buscando identificar se houve criação de valor e aumento da riqueza dos acionistas. Para isso, os autores estudaram 40 operações ocorridas entre o ano de 1994 e 2011. Por fim, não foi possível afirmar que as aquisições tiveram um impacto positivo na geração de valor dos bancos que fizeram a aquisição, sendo que o contrário também não foi possível afirmar.

Fé, Nakao e Ribeiro (2015) buscaram verificar quais foram as reações do mercado acionário após as demonstrações consolidadas serem apresentadas em International Financial Reporting Standards (IFRS – Normas Internacionais de Informação Financeira). O estudo abordou onze instituições bancárias do Brasil dentro de uma Janela de Estimação de 116 pregões. Como resultado os autores identificaram que essa divulgação foi relevante positivamente para os bancos.

Gonçalves et al. (2015) investigaram se a prática da divulgação de informação social impacta para melhoria do retorno acionário das empresas brasileiras de capital aberto. Foram analisadas 49 empresas listadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros Bovespa, com relatório de responsabilidade social divulgado entre 2005 e 2012, totalizando 254 observações. Para as empresas com um maior Índice de Social *Disclosure* (ISD) existe a tendência de um maior retorno, principalmente no período imediatamente após as informações.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta é uma pesquisa bibliográfica, buscando por meio de outros autores informações relevantes ao tema. Pesquisa bibliográfica é aquela realizada mediante biografias já públicas, onde o pesquisador entra em contato direto com tudo o que já foi publicado a respeito do tema estudado (LAKATOS; MARCONI; 1995).

Por meio de um estudo de evento busca-se identificar e explicar qual o impacto do impeachment nas ações de empresas estatais em determinadas datas. Para Gil (2010) pesquisas explicativas têm o objetivo de identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos.

Por meio de uma abordagem quantitativa e qualitativa irá ser feita a análise dos valores das ações e busca-se compreender o impacto do evento no valor das empresas após as votações do processo de impeachment. Richardson (1999) caracteriza uma pesquisa quantitativa pelas descrições numéricas e estatísticas dos dados e uma pesquisa qualitativa como descrição ou compreensão detalhada dos dados e atribuição de significados.

Campbell et al. (1997, apud BERNARDO, 2011) definiram sete etapas principais para um estudo de evento: a) definição do evento. Nesta etapa é preciso definir qual evento será estudado, bem como o período onde o preço das ações será examinado. Este período geralmente é composto pelo dia da divulgação e um período subsequente de ao menos um dia, já que o mercado pode demorar um pouco até que a informação seja assimilada pelo investidor. O período anterior à divulgação também é importante, para saber se o mercado havia previsto de alguma maneira o evento; b) seleção da amostra. Nesta etapa o autor aconselha o uso de empresas que tenham alta liquidez, pois estas estão menos sujeitas a ação de especuladores e podem melhor refletir o comportamento do mercado; c) mensuração dos retornos normais e anormais. A avaliação do impacto necessita que exista um padrão estabelecido, ou seja, um retorno que seria esperado caso não ocorresse o evento. Com isso o retorno observado é comparado com aquele que seria esperado, e a diferença entre os dois é o retorno anormal; d) procedimentos de estimação. Decidido qual modelo de performance normal, é necessário estimar os parâmetros;

e) procedimentos de teste. Mediante os parâmetros estimados para o modelo de performance normal, calculam os retornos anormais e posteriormente é estabelecido uma estrutura de testes para os retornos anormais; f) resultados empíricos. Importante ressaltar que em estudos com poucos números de observações de eventos, os resultados empíricos podem estar sendo influenciados por uma ou outra empresa; g) interpretações e conclusões. Análise dos resultados que pode conduzir a estratégias futuras acerca do mecanismo pelo qual o evento afeta o preço das ações.

### 3.1 PARÂMETROS ADOTADOS

- a) Período – O período em que este trabalho busca aplicar sua análise é no ano de 2016, onde ocorreram as votações e julgamento do processo de impeachment da então presidente Dilma Roussef.
- b) Ativos analisados – Foram analisadas as ações das empresas estatais, listadas da BM&F Bovespa, listadas em anexo, onde nos cálculos foram excluídas aquelas com menor liquidez, ou seja, as empresas de menor volume de negociação na bolsa, conforme recomendação de Campbell et al. (1997 apud BERNARDO, 2011):
- c) Data do evento – Trata-se dos dias específicos em que ocorreram as votações para abertura do processo de impeachment, tanto na câmara dos deputados, quanto no senado, bem como o dia da decisão do afastamento da presidente.

Tabela 1 - Datas de votação do impeachment

<b>Data</b>	<b>Evento</b>	<b>Resultado</b>
<b>17/04/2016</b>	Votação pela abertura do processo de impeachment na câmara dos deputados	A favor da continuação do processo
<b>12/05/2016</b>	Votação no plenário principal pela abertura do processo de impeachment	A favor da continuação do processo
<b>31/08/2016</b>	Decretado impeachment de Dilma Roussef	Confirmação do impeachment

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

- d) Janela de estimação – Este é um período que precede a data do evento, sendo a medida adotada de 30 dias antes do evento.
- e) Período de cada evento – O período do evento é de 1 dia, sendo o dia em que ocorreu a votação.
- f) Janela do evento – Para que exista relevância no período de amostragem de cada evento, foram adotados os períodos de 0; 1; 3; 5 e 10 dias antes e após o evento..

### 3.2 PROCEDIMENTOS DE ESTIMATIVA

O retorno esperado do ativo  $i$  será dado pelo modelo de mercado de Campbell et al. (1997):

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt}) + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$E(R_{it})$  = retorno normal do ativo  $i$  na data  $t$ ;

$\alpha_i$  = coeficiente de intercepto para ativo  $i$ ;

$\beta_i$  = coeficiente de declividade para o ativo  $i$ ;

$R_{mt}$  = retorno da carteira de mercado (índice) na data  $t$ ;

$\varepsilon_{it}$  = erro ou resíduo para o ativo  $i$  na data  $t$ .

Bergmann et al. (2015), dizem que depois de calcular os retornos, foi feita a medição dos retornos anormais, subtraindo o retorno observado e o retorno estimado pelo modelo de mercado. Com isso o retorno real é medido pela variação dos preços das ações de acordo com Fama et al (1969 apud BERNARDO, 2011):

$$R_i = \ln\left(\frac{P_i}{P_{i,t-1}}\right)$$

onde o retorno anormal pode ser dado por:

$$AR_i = R_i - E(R_{it})$$

$AR_i$  = retorno anormal da ação i

Segundo Campebell et al. (1997 apud BERNARDO, 2011) já que o evento não impacta somente na data em que ocorre, tendo efeito durante um certo período, é preciso estabelecer algum critério de agregação dos retornos anormais. Os retornos anormais precisam ser agregados para serem interpretados. Para isso foi utilizado o Retorno Anormal Acumulado (CAR), obtido pela soma simples de todos os retornos anormais contidos em uma janela de evento, como propõe Caparelli (2010 apud GONÇALVES et al, 2015)

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i$$

Onde:

$CAR_i$  = retorno anormal acumulado do ativo i;

$t_1$  = primeiro dia da janela do evento;

$t_2$  = último dia da janela do evento;

Se  $CAR = 0$  não houve diferença entre os resultados estimados e os retornos reais;

Se  $CAR < 0$  os retornos acumulados obtiveram um resultado abaixo do estimado no período de análise;

Se  $CAR > 0$  os retornos acumulados obtiveram um resultado superior ao estimado no período de análise.

#### 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Para os cálculos foram utilizados os seguintes valores para  $\alpha$  e  $\beta$ :

Tabela 2 – Valores de  $\alpha$  e  $\beta$

	$\alpha$	p-valor	$\beta$	p-valor
<b>PETR4</b>	-0,00206421	0,2186	1,91599	1,99000E-34
<b>PETR3</b>	-0,00119514	0,4859	1,88045	7,90000E-33
<b>BBAS3</b>	0,000526211	0,7497	1,44887	3,36000E-25
<b>BBSE3</b>	0,000860037	0,539	0,924347	2,63000E-17
<b>CMIG4</b>	0,000263582	0,9089	1,44761	3,81000E-16
<b>CMIG3</b>	2,65E-05	0,9907	1,43239	3,08000E-16
<b>CESP6</b>	0,00182003	0,4631	0,807748	3,35000E-06
<b>ELET3</b>	-0,00772434	0,0088	0,975097	1,83000E-06
<b>ELET6</b>	-0,00623849	0,0113	0,614358	2,00000E-04
<b>CSMG3</b>	-0,00388920	0,0249	0,636792	1,71000E-07
<b>SBSP3</b>	-0,00116584	0,3524	0,814052	6,20000E-17
<b>SAPR4</b>	-0,00514644	0,0096	0,424957	1,50000E-03
<b>CLSC4</b>	-0,00195851	0,2495	0,532355	7,17000E-06
<b>CPLE3</b>	-0,000497861	0,7936	1,14577	3,34000E-15
<b>CPLE6</b>	-0,000382321	0,8229	1,30066	5,67000E-21
<b>BRSR6</b>	-0,00265948	0,1909	1,07373	1,19000E-12

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

De acordo com MacKinlay (1997, apud SOARES, ROSTAGNO e SOARES, 2002), os modelos econômicos apresentam restrições quando comparados aos modelos estatísticos, já que estes fazem uso de pressupostos econômicos como ponto de partida para o desenvolvimento dos modelos. De acordo com os autores o modelo CAPM foi apresentado por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). Este modelo presume que a taxa de retorno de todos os ativos de risco é função de sua covariância com o portfólio de mercado (beta). Desta maneira, existe a suposição que todos os investidores são avessos ao risco. Para Fé, Nakao e Ribeiro (2015) o coeficiente Beta calcula a sensibilidade de um ativo em relação a um comportamento do mercado, sendo assim uma medida de risco. Para Costa Jr. e Neves (2000) esta é a variável mais importante quanto se explica a relação risco-retorno.

Para o evento ocorrido no dia 17/04/2016, onde os deputados votaram a continuação do processo de impeachment foram encontrados os seguintes retornos anormais acumulados:

Tabela 3 – CAR data 17/04/2016

<b>Ação</b>	<b>JANELA DE ESTIMAÇÃO</b>				
	<b>(0,0)</b>	<b>(-1,1)</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>(-5,5)</b>	<b>(-10,10)</b>
<b>PETR4</b>	-	0,0287	-0,0213	-0,0131	-0,0815
<b>PETR3</b>	-	-0,0169	-0,0880	-0,0859	-0,1358
<b>BBAS3</b>	-	0,0442	0,0389	0,0669	-0,0023
<b>BBSE3</b>	-	-0,0024	-0,0487	0,0113	0,0516
<b>CMIG4</b>	-	0,0491	0,0840	0,1354	0,2073
<b>CMIG3</b>	-	0,0388	0,0523	0,0874	0,1401
<b>CESP6</b>	-	0,0337	0,0567	0,0209	-0,0101
<b>ELET3</b>	-	0,0013	-0,0620	-0,0546	0,0293
<b>ELET6</b>	-	-0,0163	-0,0960	-0,1178	-0,0551
<b>CSMG3</b>	-	-0,0215	0,0026	-0,0657	-0,0459
<b>SBSP3</b>	-	-0,0222	-0,0145	-0,0154	-0,0492
<b>SAPR4</b>	-	-0,0323	0,0190	0,0335	0,0025
<b>CLSC4</b>	-	0,0095	0,0327	0,0090	0,0482
<b>CPLE3</b>	-	0,0082	0,0158	0,0074	0,0589
<b>CPLE6</b>	-	0,0164	0,0225	0,0091	0,0433
<b>BRSR6</b>	-	0,0516	0,0234	0,0770	0,0261

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Dos 64 resultados apresentados para este evento, 25 resultados, aproximadamente 40%, apresentaram o valor de CAR < 0, mostrando que estes obtiveram um resultado abaixo do estimado para o período. Os resultados negativos estiveram presentes principalmente na Petrobras, Eletrobrás, Companhia de Saneamento de Minas Gerais e SABESP. Destaca-se que CEMIG, CLSC, CPLE e BRSR não apresentaram nenhum resultado abaixo de 0 em nenhuma das janelas deste evento. Comparando as diferentes janelas, a quantidade de resultados negativos e positivos em cada uma é bem semelhante, sendo que para 1; 3 e 5 dias 6 ações apresentaram CAR < 0 e na janela com 10 dias 7 empresas apresentaram este resultado.

Fazendo uma análise das empresas que apresentaram somente resultados negativos, a Petrobras apresentou um prejuízo de R\$1,2 bilhões no primeiro trimestre de 2016, sendo que no ano inteiro de 2015 este prejuízo havia



sido de 34.836 milhões. Houve também uma queda de produção que no ultimo trimestre de 2015 era de 2.777 mil bbl/dia no primeiro trimestre de 2016 foi de 2.616 bbl/dia. Além disso, a empresa vinha sendo alvo de escândalos e investigações Nesta empresa a União Federal possui 50,3% das ações Ordinárias. A Eletrobrás também veio de um primeiro trimestre ruim acumulando prejuízos de R\$3,89 bilhões, sendo que o Governo Federal possui 40,99% das ações ordinárias. Diferentemente das outras empresas a SABESP veio de um bom primeiro trimestre tendo um lucro líquido de R\$628,8 milhões, sendo controlada pelo governo do Estado de São Paulo possuidor de 50,3% do capital social.

Já observando as empresas com  $CAR > 0$ , a CEMIG apresentou um lucro líquido de 5,2 milhões no primeiro trimestre, sendo que o estado de Minas Gerais possui 50,97% das ações e o governo federal através do BNDES participações possui 12,92%. A CLSC também obteve lucro líquido no primeiro trimestre do ano no valor de R\$26 milhões sendo que 50,17% das ações são do governo de Santa Catarina. A CPLE apresentou lucro líquido de R\$136,1 milhões no primeiro trimestre sendo que esta é controlada pelo estado do Paraná com 58,6% das ações ordinárias. Por fim o BRSR alcançou lucro líquido de R\$188,1 milhões no primeiro trimestre sendo que o governo do Rio Grande do Sul possui o controle com 99,58% das ações ordinárias.

Já o segundo evento, ocorrido no dia 12/05/2016, onde os Senadores votaram por dar prosseguimento ao processo de impeachment, trouxe os seguintes resultados para os retornos anormais acumulados:

Tabela 4 – CAR data 12/05/2016

<b>AÇÃO</b>	<b>JANELA DE ESTIMAÇÃO</b>				
	<b>(0,0)</b>	<b>(-1,1)</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>(-5,5)</b>	<b>(-10,10)</b>
<b>PETR4</b>	-0,0161	0,0210	0,0153	0,0464	0,0442
<b>PETR3</b>	-0,0027	-0,0019	-0,0025	0,0503	0,0791
<b>BBAS3</b>	-0,0127	0,0436	0,0930	0,1086	0,1126
<b>BBSE3</b>	-0,0173	0,0236	0,0081	-0,0207	-0,0249
<b>CMIG4</b>	0,0445	0,0141	0,0710	0,0331	0,0726
<b>CMIG3</b>	0,0412	0,0549	0,0769	0,0467	0,0055
<b>CESP6</b>	0,0069	0,0686	0,0854	0,1152	0,0930
<b>ELET3</b>	-0,0177	0,0673	0,1483	0,0826	0,0407
<b>ELET6</b>	-0,0060	0,0481	0,1549	0,1470	0,0941
<b>CSMG3</b>	-0,0088	-0,0027	-0,0480	-0,1715	-0,1430
<b>SBSP3</b>	0,0097	-0,0037	-0,0204	-0,0347	-0,0519
<b>SAPR4</b>	-0,0086	-0,0374	-0,0660	-0,0594	-0,1021
<b>CLSC4</b>	-0,0084	-0,0626	-0,0509	-0,0261	-0,0134
<b>CPLE3</b>	0,0382	0,0379	0,0582	0,0139	0,0329
<b>CPLE6</b>	0,0377	0,0426	0,0799	0,0551	0,0650
<b>BRSR6</b>	-0,0323	-0,0318	-0,0659	-0,0414	-0,0451

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Neste segundo evento, 46 dos 80 resultados apresentaram um CAR >0, onde os retornos acumulados no momento das aquisições obtiveram um resultado superior ao estimado no período de análise. Diferentemente do primeiro evento, neste ocorreram negociações no dia do episódio analisado sendo que nesta data a maioria apresentou CAR < 0. Ao comparar com as outras janelas do mesmo evento os resultados abaixo de 0 são apenas 6, mostrando que no dia do evento o impacto negativo foi maior diante do preço das ações. A Eletrobrás diferentemente do primeiro evento, neste apresentou a maioria dos resultados com CAR > 0, sendo negativo apenas no dia do evento. CSMG e SAPR continuam apresentando resultados negativos. Já CLSC e BRSR que antes apresentaram resultados somente negativos, neste apresentaram todos os valores de CAR menor que 0. As ações com todos os resultados de CAR > 0 são CEMIG, CESP e CPLE, sendo todas elas do setor energético.

E para o último evento, ocorrido dia 31/08/2016, onde o senado optou por decretar o impeachment da então Presidente Dilma Rousseff, podem-se observar os seguintes resultados:

Tabela 5 – CAR data 31/08/2016

<b>AÇÃO</b>	<b>JANELA DE ESTIMAÇÃO</b>				
	<b>(0,0)</b>	<b>(-1,1)</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>(-5,5)</b>	<b>(-10,10)</b>
<b>PETR4</b>	0,0015	0,0039	-0,0150	-0,0537	-0,0614
<b>PETR3</b>	0,0033	0,0075	0,0033	-0,0348	-0,0468
<b>BBAS3</b>	0,0230	0,0244	0,0079	-0,0204	-0,0415
<b>BBSE3</b>	-0,0243	-0,0377	-0,0507	-0,0607	-0,0702
<b>CMIG4</b>	-0,0333	-0,0477	-0,0407	-0,0015	0,0526
<b>CMIG3</b>	-0,0360	-0,0513	-0,0306	-0,0225	0,0746
<b>CESP6</b>	0,0080	0,0051	-0,0166	0,0477	-0,1261
<b>ELET3</b>	-0,0034	-0,0268	-0,0466	-0,1410	0,0630
<b>ELET6</b>	-0,0007	0,0034	0,0146	-0,1064	0,0540
<b>CSMG3</b>	0,0136	0,0061	-0,0102	0,0178	0,0833
<b>SBSP3</b>	0,0134	-0,0493	-0,0344	0,0007	0,0215
<b>SAPR4</b>	0,0333	0,0163	0,0747	0,0038	0,0446
<b>CLSC4</b>	0,0188	-0,0126	0,0142	0,0398	0,0149
<b>CPLE3</b>	-0,0073	-0,0198	0,0133	0,0427	0,0478
<b>CPLE6</b>	-0,0054	-0,0144	0,0053	0,0206	-0,0040
<b>BRSR6</b>	-0,0203	-0,0412	-0,0594	0,0045	0,0330

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

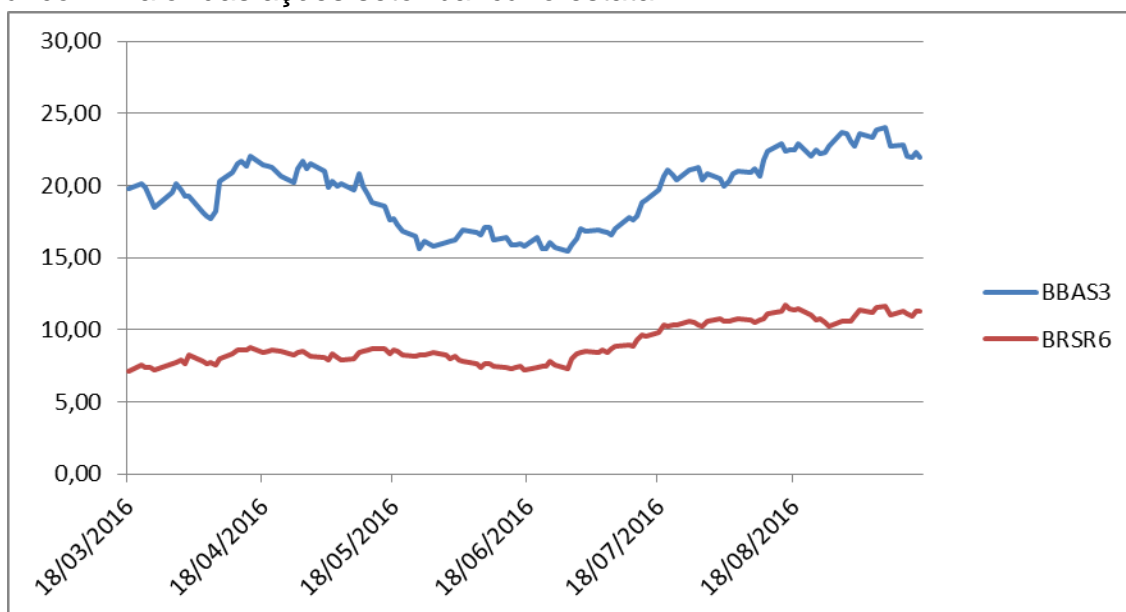
Neste último evento onde foi decretado o impeachment, considerando os 80 resultados obtidos, metade deles obteve CAR > 0 e a outra metade CAR < 0. Destaque para BBS3 sendo o único papel com valor negativo para todas as janelas, e destaque positivo para SAPR. Diferente dos outros eventos este mostrou maior equilíbrio entre os resultados positivos e negativos e a grande parte da empresa apresentou tanto CAR maior que zero quanto CAR menor que zero. Inclusive a quantidade de resultados por janela não se difere muito, tendo a janela (0;0) 8 ações positivas e a janela (-10;10) 10 ações positivas.

Como este último evento já ocorreu no terceiro trimestre de 2016 é possível comparar alguns resultados financeiros mostrados para as empresas no primeiro trimestre. A Petrobras apontou um lucro líquido de R\$0,4 bilhões e aumento da produção para 2.804 mil bbl/dia. A Eletrobrás reverteu o resultado negativo do primeiro trimestre para um lucro líquido de 12,7 bilhões. A Sabesp aumentou o lucro para R\$797,5 milhões. A CEMIG manteve seu lucro apresentando o resultado de R\$202 milhões. Já a CELESC mudou o cenário de lucro para um prejuízo de 176,9 milhões. Por fim a CPLE obteve um lucro líquido de R\$996 milhões.

Fazendo uma análise do total de resultados analisado, o número de os retornos acumulados que obtiveram um resultado superior ao estimado no período de análise é maior. Em seu estudo Michalischen (2008) também encontrou um retorno anormal acumulado positivo ao analisar a adesão de empresas a melhores práticas de governança corporativa. Lima et al. (2008) verificaram uma valorização nos preços das empresas, ao analisarem a emissão de ADRs, mesmo a valorização não sendo imediatamente após o evento. Este resultado é semelhante a valorização do preço das empresas estatais após o processo de impeachment, onde não somente elas mas o mercado como um todo teve uma valorização, mesmo que alguns papéis não sentissem este efeito de imediato. Na pesquisa de Silva e Famá (2011), onde os autores fizeram uma abordagem em relação aos retornos anormais diante de um processo de IPO, concluíram que existe uma sobrevalorização dos preços no primeiro dia de negociação e posteriormente estes acabam perdendo valor. Já neste trabalho relacionando as empresas estatais e o impeachment, o resultado contrário foi mais comum, onde existia um retorno negativo no primeiro dia e depois este era convertido para positivo.

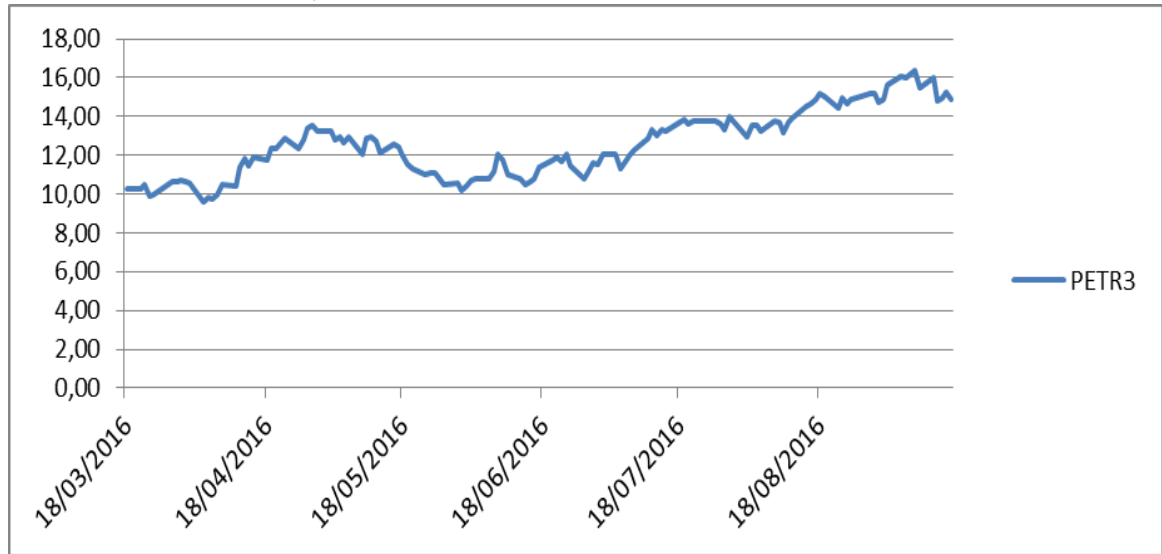
Abaixo uma comparação entre a evolução dos preços das ações estatais, separadas por setor.

Gráfico 1: Valor das ações setor bancário estatal



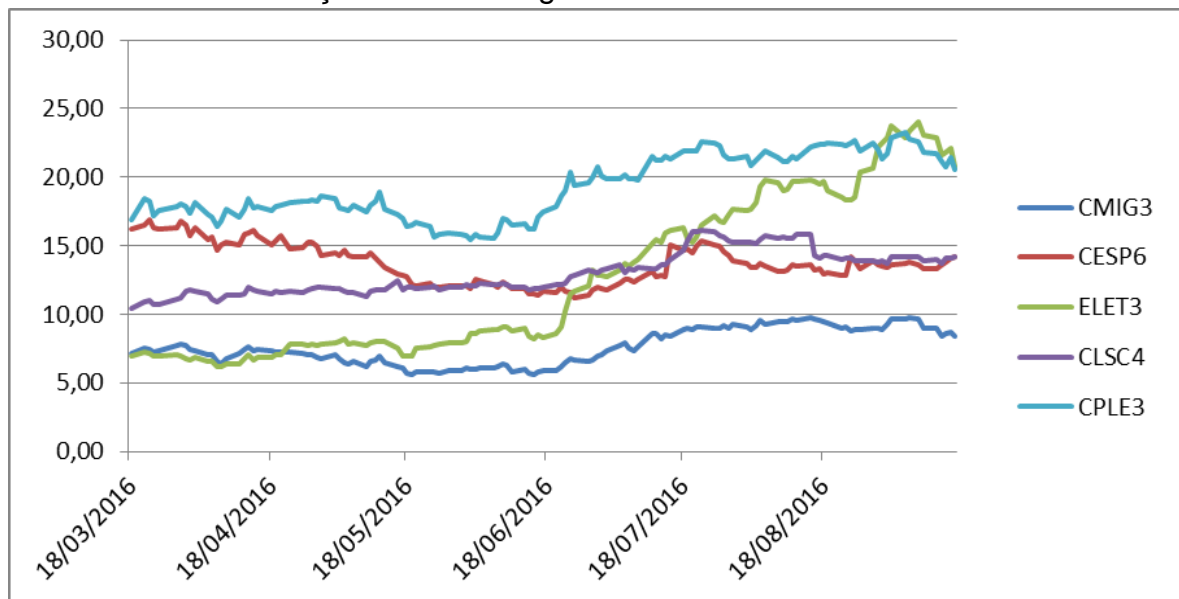
Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Gráfico 2 – Valor das ações setor petrolífero estatal



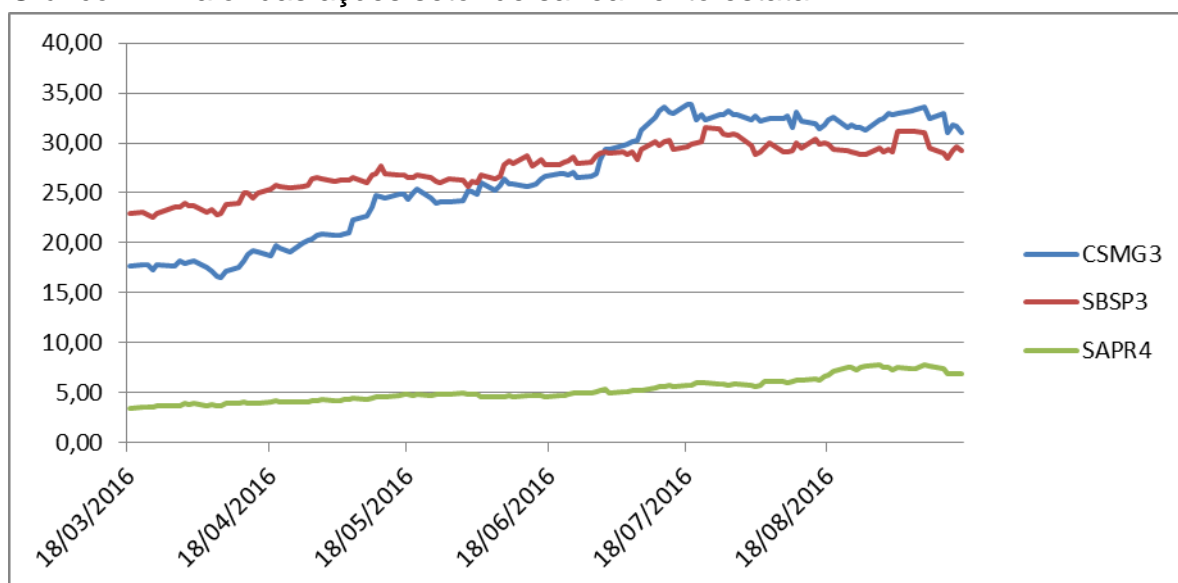
Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Gráfico 3 – Valor das ações setor energético estatal



Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Gráfico 4 – Valor das ações setor de saneamento estatal



Fonte: Elaborado pelo autor (2016)

Observa-se que no decorrer do ano houve uma recuperação das ações, o próprio índice Ibovespa começou o ano marcando 42 mil pontos, em março o índice chegou a bater os 50 mil pontos. Entre maio e junho houve uma queda da maioria das ações, período que próprio índice variou indo dos 53 mil para os 48 mil e voltando para os 52 mil. Após o mês de junho as ações mudaram para alta acompanhado do Ibovespa chegava a marcar 60 mil pontos no começo de novembro. Possível perceber que quanto mais próximo e mais definido o impeachment mais aumentava o valor do mercado como um todo. O país começou o ano com uma economia desacreditada, empresas envolvidas em escândalo e com o seu valor caindo cada vez mais.

Antes a primeira votação da câmara dos deputados o mercado ainda se mostrava um pouco incerto quanto ao impeachment, onde ainda havia uma dúvida se o processo iria avançar ou não. Já a partir do segundo evento, a possibilidade de um impeachment era muito mais clara, com um cenário onde Renan Calheiros era muito favorável a cassação da presidente e o mercado já começou a se animar com isso e antes mesmo dos acontecimentos começou a precificar os ativos.

Após a declaração do impeachment, observou-se aquilo que já era esperado, o ânimo do investidor, diante da mudança de cenário de um país quebrado para um país que junto a uma nova equipe econômica conseguiria se

reestruturar, e executar as medidas necessárias para reestruturar o crescimento econômico, levando assim confiança tanto ao investidor quanto ao empresário.

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve seu foco voltado na análise do comportamento do valor das empresas estatais brasileiras e também seus investidores diante de um processo de impeachment, através de cálculos que demonstrassem a existência ou não de retornos anormais positivos no valor das ações das empresas durante o período de votação do impeachment.

Os resultados obtidos neste Estudo de Evento foram embasados em outras pesquisas que examinam também o comportamento dos papéis e dos investidores diante de eventos específicos. Os valores encontrados neste trabalho mostram que durante o período analisado a maioria dos retornos acumulados para empresas estatais listadas na Bovespa foram positivos, principalmente no segundo evento que foi a votação do Senado para dar prosseguimento ao impeachment, sendo que a definição do impeachment foi o evento que mais apresentou retorno acumulado negativo, onde é possível que investidores tenham comprado e vendido ações buscando especular os ativos.

Os valores positivos encontrados, bem como uma observação do índice Ibovespa demonstram uma boa reação do mercado em geral diante do Impeachment. O objetivo deste trabalho não é entrar em méritos políticos ou partidários, porém o mercado financeiro tem preferência por um governo não seja tão de esquerda e que não pratique tanta interferência na economia. Além disso o governo Dilma já vinha desgastado por uma série de escândalos políticos que envolviam pessoas da equipe da presidente, além de fatores como uma baixa perspectiva de crescimento do país, uma incerteza quanto ao futuro do Brasil que acabavam afugentando investidores e impactando mais ainda o cenário de crise e instabilidade que já era sentido no país.

Como afirmam McWilliams e Siegel (1997, apud DIAS, 2007) e Para Dyckman e Morse (1990 apud ASSAF NETO, 2015), o método de estudo de eventos possui falhas e existem imperfeições dentro do mercado financeiro. Desta maneira não é possível afirmar se não houve algum outro evento que também influenciou este comportamento das ações. Os investidores são seres humanos que muitas vezes agem de maneira emocional, ou que atuam dentro de uma racionalidade, porém nem sempre com o mesmo objetivo. Os retornos negativos principalmente quando ocorridos no dia do próprio evento podem ter como justificativa especuladores que montaram uma posição aguardando somente o acontecimento do impeachment, contudo não demonstram a realidade de um mercado onde a maioria dos investidores monta uma carteira visando o longo prazo e tendo uma análise fundamentalista das empresas.



A maioria dos trabalhos que realizam um estudo de evento realizam comparações, como por exemplo, comparar diferentes carteiras, ou empresas distintas, para poder dizer onde o evento obteve maior influência. Este trabalho não realizou nenhuma comparação, já que o objetivo era apenas verificar a ocorrência de retornos anormais positivos dentro das empresas estatais, sendo esta uma limitação deste estudo.

Esta limitação pode ser um aspecto relevante a ser expandido em estudos futuros, como exemplo uma análise comparando retornos anormais entre empresas privadas e estatais dentro de um mesmo setor e já buscando identificar qual o impacto no volume de ações negociadas, na produção da empresa e em seu fluxo de caixa.

## 6 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015. 403 p.

BATISTELLA, Flavio Donizete et al. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: **Congresso USP de controladoria e contabilidade**. 2004. Disponível em: < [www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos42004/48.pdf](http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos42004/48.pdf)> Acesso em: 18/11/2016

BERGMANN, Daniel Reed et al. Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 56, p. 1105-1115, 2015. Disponível em <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/38345/avaliacao-dos-processos-de-fusoes-e-aquisicoes-no-setor-bancario-brasileiro-por-meio-de-estudo-de-eventos-i/pt-br>> Acesso em: 15/10/2016.

BERNARDO, Heloisa Pinna. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais de resultados sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento**. 2011. 161f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. BM&F BOVESPA – **Resumo mensal das empresas**. Bolsa de valores 2016. Disponível em < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 18/11/2016.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm)>. Acesso em: 18/11/2016

DA COSTA JR, Newton CA; NEVES, Myrian B. Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 1, p. 123-137, 2000. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbe/v54n1/a05v54n1.pdf>>. Acesso em: 18/11/2016

DA SILVA, José Milton Almeida; FAMÁ, Rubens. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **Revista de Administração**, v. 46, n. 2, p. 178-190, 2011. Disponível em <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/4465/evidencias-de-retornos-anormais-nos-processos-de-ipo-na-bovespa-no-periodo-de-2004-a-2007--um-estudo-de-evento-i/pt-br>> Acesso em: 15/10/2016.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária?. **REGE. Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, p. 189, 2010. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/692.pdf>>. Acesso em: 18/11/2016.

DE CASTRO, Rafaela David; MARQUES, Vagner Antônio. Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 1, p. 109-124, 2013. Disponível

em: < <http://eduem.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/viewFile/15362/10982>>. Acesso em: 18/11/2016.

DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco et al. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **RIC-Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, 2008. Disponível em: < <http://www.revista.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/91/70>>. Acesso em: 18/11/2016.

DE SOUZA GONÇALVES, Rodrigo et al. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 56-70, 2015. Disponível em < <http://www.spell.org.br/documentos/ver/37932/social-disclosuree-retornos-anormais--um-estudo-de-eventos-em-empresas-brasileiras-abertas-no-periodo-de-2005-a-2012/i/pt-br>> Acesso em: 15/10/2016.

DE SOUZA GONÇALVES, Rodrigo et al. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 56-70, 2015.

DIAS, Edson Aparecido. **Índice de sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista**: Um estudo de evento. 2007. 147f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://tede.mackenzie.br/jspui/bitstream/tede/691/1/Edson%20Aparecido%20Dias.pdf>>. Acesso em 18/11/2016.

FÉ JR, Armando Lopes Dias; NAKAO, Sílvia Hiroshi; DE SOUZA RIBEIRO, Maísa. REAÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO NA PRIMEIRA DIVULGAÇÃO FINANCEIRA EM IFRS DO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO: UM ESTUDO DE EVENTO. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 13, n. 3, p. 81-110, 2015. Disponível em <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/39226/reacoes-do-mercado-acionario-na-primeira-divulgacao-financeira-em-ifs-do-setor-bancario-brasileiro--um-estudo-de-evento/i/pt-br>> Acesso em: 15/10/2016.

GIL, Antonio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, M.F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999. 550 p.

KLOECNER, Gilberto de Oliveira. Estudos de Evento: a análise de um método, 1995 *Anais do 19º encontro nacional ANPAD*, p.261-270, 1995.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 3 ed. rev. e ampl. São Paulo: Ed. Atlas, 1995. 270 p.

LAMOUNIER, Wagner Moura; NOGUEIRA, Else Monteiro. Estudo de eventos: procedimentos e estudos empíricos. **II Seminário de Gestão de Negócios**, 2005.

Disponível em: <  
[https://www.researchgate.net/profile/Wagner\\_Lamounier/publication/228671511\\_Estudo\\_de\\_Eventos\\_procedimentos\\_e\\_estudos\\_empricos/links/53fb802d0cf2dca8fffe7965.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Wagner_Lamounier/publication/228671511_Estudo_de_Eventos_procedimentos_e_estudos_empricos/links/53fb802d0cf2dca8fffe7965.pdf)>. Acesso em 18/11/2016.

LIMA, Álvaro Vieira et al. Análise comparativa dos modelos de cálculo de retornos anormais com base no evento recompra de ações na Bovespa. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 17, n. 3, p. 24-40, 2013. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/viewFile/1423/1293>>. Acesso em: 18/11/2016.

MICHALISCHEN, Fernanda. **Evidências da migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa: Um estudo de evento**. 2008. 166f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Herbert. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**, v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rausp/article/download/44436/48056>>. Acesso em: 18/11/2016.

RICHARSON, Roberto J. **Pesquisa social: Métodos e Técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas. 1999.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Mercado de capitais e estratégias de investimentos**. São Paulo: Atlas, 1996. 157 p.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina TC. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, 2002. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2002/FIN/2002\\_FI\\_N1440.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/FIN/2002_FI_N1440.pdf)>. Acesso em: 18/11/2016

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista contabilidade e finanças. São Paulo. Vol. 4, n. 42 (set./dez. 2006), p. 35-49**, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/129230/000595998.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 18/11/2016.

## ANEXOS

### Anexo A – Empresas estatais Listadas na BM&F Bovespa

<b>Empresa</b>	<b>Código Negociado</b>
Petróleo Brasileiro S.A - Petrobras	PETR3; PETR4
Banco do Brasil S.A	BBAS3
BB Seguridade Participações S.A	BBSE3
CIA Energética de Minas Gerais - CEMIG	CMIG4
CEMIG Distribuição S.A	
CEMIG Geração e Transmissão S.A	
CIA Energética de São Paulo – CESP	CESP6
CIA Paranaense de Energia – COPEL	CPLE3, CPLE5, CPLE6
Centrais Elet Bras S.A - ELETROBRAS	ELET3; ELET6
Eletrobras Participações S.A – ELETROPAR	LIPR3
Empresa Metrop. Águas Energia S.A – EMAE	EMAE4
CIA Catarinense de Água e Saneam. – CASAN	CASN3, CASN4
CIA de Saneamento de Minas Gerais – COPASA MG	CSMG3
CIA Saneamento Básico Est. São Paulo – SABESP	SBSP3
CIA Saneamento do Paraná – Sanepar	SAPR,3, SAPR4
Telec Brasileiras S.A – TELEBRAS	TELB3; TELB4
São Paulo Turismo S.A – SPTuris	AHEB3
Minas Gerais Participações S.A – MGI	
Banco Amazônia S.A	BAZA3
Banco Estado de Sergipe S.A – BANESE	BGIP3, BGIP4
Banco Espírito Santo S.A – BANESTES	BEES3, BEES4
Banco Estado do Pará S.A – BANPARÁ	BPAR3
Banco Estado Rio Grande do Sul S.A – BANRISUL	BRSR3, BRSR5, BRSR6
Banco de Brasília S.A – BRB	BSLI3, BSLI4
Banco Nordeste do Brasil S.A – NORD Brasil	BNBR3
CIA Energética de Brasília – CEB	CEBR3, CEBR5, CEBR6
CIA Estadual de Distrib Ener Elet- CEEE-D	CEED3, CEED4
CIA Estadual Ger. Tran. Ener. Elet. –CEEE-GT	EEL3, EEL4
Centrais Elet de Santa Catarina S.A – CELESC	CLSC3. CLSC4
CIA Celg de Participações - CELGPAR	GPAR3

Fonte: Elaborado pelo autor (2016)